



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a

Margarita Andrade P.

Tel. (56) 22433 5200

margarita.andrade@humphreys.cl

Ripley Chile S.A.

Agosto 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	AA-
Tendencia	Estable
Estados financieros	31 de marzo de 2016
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 543 de 07.08.2008
Serie E (BRPLY-E)	Tercera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS					
Miles de pesos de cada año	2012	2013	2014	2015	Ene-Mar 2016
Ingresos totales	830.915.266	918.718.557	1.006.346.718	1.022.011.000	233.283.471
Costo de ventas ¹	-529.710.922	-557.768.318	-618.292.431	-641.458.083	-146.005.305
Gastos de distribución y administración	-263.674.973	-305.046.633	-331.040.735	-341.302.759	-84.320.978
Resultado operacional	37.529.371	55.903.606	57.013.552	39.250.158	2.957.188
Costos financieros	-14.904.308	-14.476.400	-8.768.088	-3.675.578	-802.432
Utilidad del ejercicio	26.254.120	50.661.073	57.304.580	42.429.905	4.421.271
EBITDA ²	58.637.659	79.902.803	82.703.010	64.995.201	9.214.124

¹ Los gastos financieros asociados a las filiales bancarias son contabilizadas como un costo operacional.

² EBITDA según metodología **Humphreys** calculado considerando los ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización. Emisor informa EBITDA calculado como resultado operacional más gastos por intereses y reajustes, depreciación y amortización.

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS

Miles de pesos de cada año	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16
Activos corrientes	599.281.557	642.124.001	777.008.371	762.526.010	741.061.044
Activos no corrientes	712.559.522	750.014.531	768.612.282	766.582.867	778.855.655
Total activos	1.311.841.079	1.392.138.532	1.545.620.653	1.529.108.877	1.519.916.699
Pasivos corrientes	269.843.523	439.266.238	476.802.184	492.809.482	485.992.709
Pasivos no corrientes	441.974.640	311.145.712	384.414.772	351.392.394	345.224.310
Total pasivos	711.818.163	750.411.950	861.216.956	844.201.876	831.217.019
Patrimonio	600.022.916	641.726.582	684.403.697	684.907.001	688.699.680
Total pasivos y patrimonio	1.311.841.079	1.392.138.532	1.545.620.653	1.529.108.877	1.519.916.699
Deuda financiera ³	499.895.348	517.220.513	641.981.337	622.961.259	650.340.924

Opinión

Fundamento de la clasificación

Ripley Chile S.A. (Ripley Chile) es la matriz de un grupo de empresas orientadas a la actividad comercial, la que desarrolla a través de tres áreas: *retail* (tiendas por departamentos), financiero (inicialmente para apoyar las ventas a crédito de sus tiendas) e inmobiliario (participación en la propiedad de centros comerciales).

Durante el ejercicio 2015 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 1.439 millones y un EBITDA de US\$ 92 millones. Mientras, al 31 de marzo de 2016 alcanzaba cuentas por cobrar por colocaciones de crédito (corrientes y no corrientes) por US\$ 984 millones y su deuda financiera, incluyendo la deuda de las filiales bancarias, alcanza a US\$ 916 millones.

³ Hasta 2014 incluye cuentas por pagar a empresas relacionadas afectas a tasa de interés, pagadas durante 2015.

La clasificación ha sido asignada considerando que la relación entre deuda financiera y Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁴ del negocio no bancario alcanza un nivel cercano a las 2,0 veces a marzo de 2016.

Las principales fortalezas de **Ripley Chile** que sirven como fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en "Categoría AA-", dicen relación con la fuerte posición de mercado que ostenta la empresa dentro de su rubro; el elevado reconocimiento de la marca comercial "Ripley" en Chile y una cartera de clientes atomizada, que diversifica el riesgo por los préstamos otorgados por la filial bancaria y facilita el comportamiento estadísticamente normal de su cartera de deudores. Asimismo, se considera positivamente la metodología de asignación de líneas crédito utilizada por la empresa, más allá de un aumento transitorio en la morosidad, así como su política de provisión de las cuentas por cobrar que reconoce anticipadamente las pérdidas esperadas de la cartera crediticia. Además la incorporación del Banco Ripley a fines de 2013, permite que el negocio financiero sea sujeto a las regulaciones bancarias establecidas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), favoreciendo los estándares en cuanto a los distintos procesos inherentes a este tipo de actividad y a las prácticas de control ejercidas por la entidad.

La clasificación toma en cuenta que en años de contracción económica la empresa ha sido capaz de modificar la política de asignación de crédito, tornándolo más restrictivo, pero a la vez ha continuado recaudando los pagos por la cartera ya existente, obteniendo de esa manera los recursos necesarios para enfrentar sus compromisos financieros.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la adecuada cobertura de ventas y la amplia red de proveedores con que cuenta el negocio de *retail*.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra limitada fundamentalmente por la intensificación de la competencia directa e indirecta (representada por conglomerados de mayor tamaño que el emisor), tanto en la venta de bienes como en el otorgamiento de créditos, y por los efectos de los períodos de baja económica sobre las ventas y sobre su cartera de crédito, particularmente por el tipo de bienes que conforman su oferta (durables y vestuario).

⁴ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Por otra parte, en opinión de la clasificadora, las condiciones imperantes en la industria generan la necesidad de crecimiento en las empresas del sector con el objeto de no perder participación de mercado y aprovechar de mejor forma las economías de escala, situación que debiera implicar mayores necesidades de financiamiento, en particular en capital de trabajo para sostener el negocio crediticio.

Adicionalmente, la clasificación de riesgo incorpora el riesgo de una caída abrupta en las ventas de locales específicos, el riesgo implícito del negocio financiero (crediticio, de mercado y operativo) y la exposición al tipo cambio por la relevancia de las importaciones de productos.

Asimismo, la categoría riesgo considera los riesgos asociados a su filial bancaria, negocio altamente regulado que incide en los márgenes de la operación, entre ellas normativas que afectan el máximo interés a cobrar y posible incremento en las exigencias patrimoniales (basilea).

La tendencia de clasificación se califica "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

A futuro, la clasificación de los bonos podría mejorar en la medida que las condiciones imperantes en el mercado reduzcan la necesidad de crecimiento de la empresa y ésta aumente su escala absoluta y relativa.

Asimismo, para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa lleve a cabo una estrategia de crecimiento que implique niveles de generación de flujos acorde con los nuevos riesgos que vaya asumiendo.

Finalmente, es importante agregar que para la asignación de la categoría de riesgo se ha tenido en cuenta el perfil de pago de la deuda, la cual implica que el máximo vencimiento anual de la deuda no bancaria representa del orden del 16,5% del EBITDA no Bancario del año 2015.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Larga trayectoria de su modelo central de negocio.

Fortalezas complementarias

- Fuerte posicionamiento de mercado y de marca.
- Negocio crediticio atomizado y con adecuado apalancamiento financiero.
- Supervisión especializada de la SBIF al segmento financiero.

Fortalezas de apoyo

- Amplia cobertura de puntos de ventas.
- Adecuada capacidad de abastecimiento.

Riesgos considerados

- Presión al crecimiento y, por ende, a la necesidad de financiar el capital de trabajo (atenuado por la experiencia ante distintos escenarios sectoriales y económicos).
- Fuerte competencia al interior de la industria (atenuado por su importancia relativa dentro del sector).
- Sensibilidad a ciclos recesivos (impacto fuerte en resultados, pero susceptible de administrar).
- Debilitamientos de puntos de ventas (atenuado por número de locales).
- Riesgo crediticio y cambiario (posible de ser administrado).
- Mayor nivel de riesgo por operación bancaria (riesgo administrable y acotado por supervisión).

Hechos recientes

Resultados 2015

El año pasado los ingresos de **Ripley Chile** llegaron a \$ 1.022.011 millones, con un incremento de 1,6% respecto de 2014, explicado principalmente por el aumento de las ventas del negocio bancario de 5,5%. El costo de ventas del período, por su parte, aumentó en 3,7% (a \$ 641.458 millones), lo que significó una disminución del margen bruto de 1,9%, pasando de representar un 38,6% en 2014 a un 37,2% en 2015.

El total de costos de distribución y gastos de administración alcanzó a \$ 341.303 millones, con un incremento de 3,1%. De esta manera, el resultado operacional de 2015 alcanzó \$ 39.250 millones, lo que significó una disminución de 31,2% respecto a lo registrado en 2014, explicado por el menor margen del segmento bancario. Como consecuencia, el EBITDA llegó a \$ 64.995 millones.

La empresa registró una ganancia de \$ 64.995 millones en 2015, esto es, una disminución de 26,0% respecto al guarismo exhibido en 2014.

Resultados primer trimestre 2016

Durante el primer trimestre de 2016 los ingresos totales se incrementaron en 2,8%, lo cual, en conjunto con una expansión de 0,4% en el costo de ventas, conllevaron a una mejora de 7,0% en el margen bruto, comparado con igual período de 2015.

Los costos de distribución y gastos de administración sumaron \$ 84.321 millones, lo que significó un incremento de 7,6% con respecto al primer trimestre del año pasado. De esta manera, el resultado operacional alcanzó \$ 2.957 millones, lo que significó una disminución de 9,5% respecto a lo registrado en igual fecha de 2015, explicado por los mayores gastos no recurrentes de contratación y entrenamiento de personal asociado al cambio de modelo de atención en tiendas, que también conlleva importantes cargos no operacionales. Como consecuencia, el EBITDA llegó a \$ 9.214 millones.

Finalmente, la utilidad del período aumentó en un 49,3% respecto a los tres primeros meses de 2015, principalmente por el aumento de la utilidad en participación en las ganancias de asociadas y el monto positivo del impuesto a las ganancias.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y fortalezas

Posición y reconocimiento de marca: Ripley es una de las tres principales tiendas por departamento de Chile, con aproximadamente un 21% de participación de mercado⁵. Asimismo, la marca se encuentra fuertemente posicionada en el mercado y es ampliamente reconocida por los consumidores (en parte por los más de 50 años transcurridos desde la inauguración de la primera tienda Ripley), situación que es reforzada por una constante campaña publicitaria.

⁵ Considerando las ventas *retail* de las empresas con información pública (2015).

El mercado chileno, en términos de ventas, se caracteriza por la presencia de un claro líder, seguido por dos grandes tiendas por departamentos con similar participación (una de ellas Ripley) y un número no elevado de tiendas comerciales de menor tamaño, dentro de las que se incluyen pequeñas cadenas de provincias.

Amplia cartera de clientes: Las tarjetas de crédito emitidas por la sociedad le permiten acceder en forma directa a una amplia base de clientes. Asimismo, el crédito, servicios y promociones otorgados a través de ellas favorecen la fidelidad y permanencia de los consumidores. La existencia de más de un millón de tarjetas con saldo a marzo de 2016 y deuda promedio de aproximadamente \$ 397 mil, reduce el riesgo crediticio al facilitar un comportamiento estadísticamente normal de la cartera de deudores. Además, la compañía cuenta con el seguimiento del comportamiento de pago de todos sus clientes, el que ha perfeccionado en los últimos períodos, con lo cual es capaz de diseñar y ofrecer productos específicos, acotando el riesgo asociado a cada uno de ellos.

Creciente sofisticación del negocio financiero: La posibilidad de entregar servicios financieros de mayor sofisticación a la cartera que actualmente dispone de la tarjeta Ripley, a quienes se les podrá ofrecer la tarjeta de crédito Mastercard, bajo la modalidad de *revolving*, constituye una oportunidad para la emisora, al fomentar el uso de este instrumento.

Adecuada cobertura de ventas: La cantidad de locales comerciales con que cuenta **Ripley Chile** y la cobertura territorial de los mismos disminuyen, en términos comparativos, los efectos negativos de eventuales bajas en los niveles de actividad de determinados puntos de venta y de la merma de actividad en determinadas regiones. A marzo de 2016, la empresa tiene 42 tiendas, de las cuales 16 están ubicadas en la Región Metropolitana, mientras que las restantes se encuentran distribuidas en las otras regiones de Chile.

Amplia red de proveedores y capacidad de oferta: La amplia red de proveedores con que cuenta la empresa y la existencia de alternativas a los mismos, asegura un adecuado abastecimiento para la compañía y una baja dependencia ante la conducta que muestren sus distribuidores. Asimismo, la amplia gama de productos ofrecidos y la incorporación de nuevas marcas, la convierten en un centro de compra de interés para los consumidores, ofreciendo los últimos artículos tecnológicos, de vestuario y para el hogar, lo que también ha ido mejorando en los últimos años de manera de adaptar sus locales y oferta de productos a las exigencias que le impone tanto la competencia como sus clientes.

Factores de riesgo

Altos niveles de competencia: La fuerte competencia que presentan las tres principales tiendas por departamento en Chile, que en la práctica se ha traducido en una oferta de productos y servicios relativamente homogénea, torna al emisor altamente vulnerable ante decisiones equívocas en términos comerciales, a la vez que la presión sobre los márgenes de venta obliga a la necesidad de crecer para poder acceder a mayores economías de escala. Por otro lado, el desarrollo tecnológico, específicamente la masificación del uso de internet en el comercio, podría llevar a un proceso de desintermediación en el mercado de bienes transables, con el consiguiente impacto negativo para la industria y el emisor. Actualmente, Ripley disputa con Paris (perteneciente al grupo Cencosud) el segundo lugar entre las grandes tiendas, siendo Falabella la tienda con mayor participación de mercado. Tampoco puede ignorarse la competencia proveniente de tiendas especializadas o que compiten con formatos más pequeños.

Necesidad de mantener y administrar el crecimiento: La industria en la que se desenvuelve la compañía ha estado en constante expansión, por lo que es necesario que la empresa tenga los recursos necesarios para mantener un ritmo de crecimiento que le permita seguir siendo competitiva, tanto en su oferta de bienes como del crédito que ofrece. En el caso de **Ripley Chile**, esta expansión se origina en la necesidad de aumentar su cobertura geográfica y de sus tarjetas de crédito, lo que implica inversiones en nuevos puntos de ventas, en mayores inventarios, en financiamiento de mayores volúmenes de cuentas por cobrar y en mejoramiento continuo de la administración de aspectos logísticos.

Intensificación del negocio crediticio: El negocio crediticio representa un alto porcentaje de los ingresos de la compañía (cerca de un 27% de los ingresos [antes de consolidación] fueron generados en el segmento bancario durante 2015), por lo que un mal manejo del riesgo de la cartera de clientes de la tarjeta de crédito puede derivar en elevadas pérdidas e impactar fuertemente la generación de flujos, riesgo que se ha intensificado luego de la incorporación del Banco Ripley a **Ripley Chile**. Este riesgo se habría manifestado durante los primeros meses de apertura de la tarjeta y la migración a Mastercard, lo que se habría traducido en incrementos de la morosidad de la tarjeta. En efecto, en su momento se señaló que, aun reconociéndose la capacidad de la administración para manejar una mayor cartera de clientes y negocios, dados los resultados mostrados tras su explosivo crecimiento durante los últimos años, y el ajuste realizado durante el último trienio, la estrategia de crecimiento enfocada en la tarjeta de crédito de la empresa requiere siempre una especial vigilancia, sobre todo si se incorporan segmentos demográficos y socio-económicos de mayor riesgo que el de la cartera actual de la empresa. Más aún, la reducción de la TMC requeriría una adaptación del modelo de negocio bancario. No

obstante, se reconoce que los *retailers* pueden morigerar el impacto de este cambio sobre los resultados de las compañías, rediseñando su estructura de comisiones y de precios.

Sensibilidad del consumidor ante ciclos recesivos: La demanda de la industria está fuertemente ligada a la actividad económica del país. De hecho, las ventas al detalle, orientadas al mercado de personas, se ven resentidas en períodos recesivos o de alto nivel de desempleo (como se observó entre 2008 y 2009, con una caída real en los ingresos de 7,1%), en especial cuando se trata de productos que no son de primera necesidad, lo que afecta las ventas del comercio en general, pero en particular de **Ripley Chile**, cuya oferta está compuesta por bienes durables (los más afectados en recesiones) y vestuario (que no corresponde totalmente a bienes de primera necesidad). No obstante, se reconoce el cambio en el *mix* de marcas de vestuario, que podría desacoplar parcialmente su compra respecto del ciclo económico. Igual característica presenta el comportamiento crediticio de los deudores, aumentando la tasa de mora de los mismos. Sin embargo, en la actualidad la tasa de pago se mantiene en torno a 13,7%.

Dependencia de los puntos de venta: Uno de los principales factores que determinan las ventas al detalle es la ubicación de los locales. Por lo tanto, cualquier situación negativa (disminución de la concurrencia, por ejemplo, ante trabajos en las calles de acceso o por remodelaciones en los puntos de venta) que afecte a los centros comerciales en donde se ubican las tiendas Ripley, necesariamente repercutirá sobre los ingresos. Como atenuante, se reconoce el alto número de tiendas que posee la compañía y que los puntos de mayor venta se ubican en Santiago, habiéndose incorporado la tienda de Costanera, en un área de Santiago donde Ripley previamente no tenía presencia.

Contratos de arriendo: Un porcentaje significativo de los locales de venta son arrendados a terceros (26 tiendas de un total de 42; correspondientes a aproximadamente un 80% de la superficie de venta). No obstante se reconoce que cinco tiendas están ubicadas en *malls* donde la compañía participa en la propiedad y que en todos los puntos de venta los contratos de arriendo son a largo plazo.

Exposición cambiaria: La mayor parte de las compras de la entidad se realiza en dólares de los Estados Unidos, situación que torna sensible a la empresa ante fluctuaciones en las paridades cambiarias, aunque se reconoce que existe la capacidad de trasladar tales variaciones a precio, acotada eso sí por la intensidad de la competencia existente.

Antecedentes generales

Historia

Ripley nació en 1956 con la inauguración de la primera tienda de Calderón Confecciones, negocio de confección y venta al por menor para hombres. En 1964 se inauguró la primera tienda Ripley en Santiago. En 1976 comenzó a operar el sistema de otorgamiento de créditos en tienda. Dos años más tarde se creó la razón social Comercial Eccsa S.A., agrupando a todas las tiendas comerciales de la época, separando las actividades comerciales de las productivas.

En 1993 se inauguró la primera tienda en un *mall* (Parque Arauco), dando inicio a un cambio de imagen y reposicionamiento. En 1997 se creó CAR S.A. para la administración de crédito y servicios a clientes. En 2000, en tanto, se dio inicio a la actividad de *e-business* a través de www.ripley.cl. Junto con esto, se autorizó la operación de la corredora de seguros. Recientemente se ha reorganizado la estructura del conglomerado, concentrando todos los negocios financieros en Banco Ripley, el cual se ha hecho depender de **Ripley Chile**.

Propiedad y administración

Al 30 de junio de 2016 la propiedad de **Ripley Chile** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de la Propiedad
Ripley Corp S.A	270.934.149.103	270.934.149.103	100,00%
Ripley Internacional S.A	2	2	0,00%

A su vez, Ripley Corp S.A. es controlada por la familia Calderón Volochinsky, a través de Inversiones R III Matriz Limitada e Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil.

El directorio de la empresa es el que se indica a continuación:

Cargo	Nombre	Profesión	Fecha de nombramiento
Presidente	Hernán Uribe Gabler	Ingeniero Civil	29-04-2010
Director	Felipe Lamarca Claro	Ingeniero Comercial	29-04-2010
Director	Sergio Hidalgo Herazo	Ingeniero Comercial	29-04-2010
Director	Verónica Edwards Guzmán	Ingeniero Comercial	29-05-2014
Director	Laurence Golborne Riveros	Ingeniero Civil Industrial	29-05-2014

La administración de la empresa está conformada por los siguientes profesionales:

Cargo	Nombre	Profesión	Fecha de nombramiento
Gerente General	Andrés Roccatagliata Orsini	Ingeniero Comercial	05-03-2008
Gerente Legal	Carolina Pardo Sas		09-11-2015
Gerente Gestión de Personas	Cristián Rodríguez Christensen	Psicología	
Gerente Marketing	Romina Galatzan Anguita	Ingeniera Comercial	
Gerente Corporativo de Finanzas	Juan Diuana Yunis	Ingeniero Civil Industrial	01-02-2010
Gerente de Riesgo y Cobranza	Jesús Gárate Gallo		23-11-2010
Gerente General Retail Chile	Rubén Sepúlveda Miranda	Ingeniero Comercial	10-04-2014
Gerente General Banco Ripley	Alejandro Subelman Alcalay	Ingeniero Comercial	15-07-2015
Fiscal	Carolina García-Huidobro Prieto		06-03-2007

Líneas de negocios

Ripley Chile es un *holding* empresarial que abarca tres áreas de negocios interrelacionadas y complementarias: *retail*, inmobiliario y financiero.

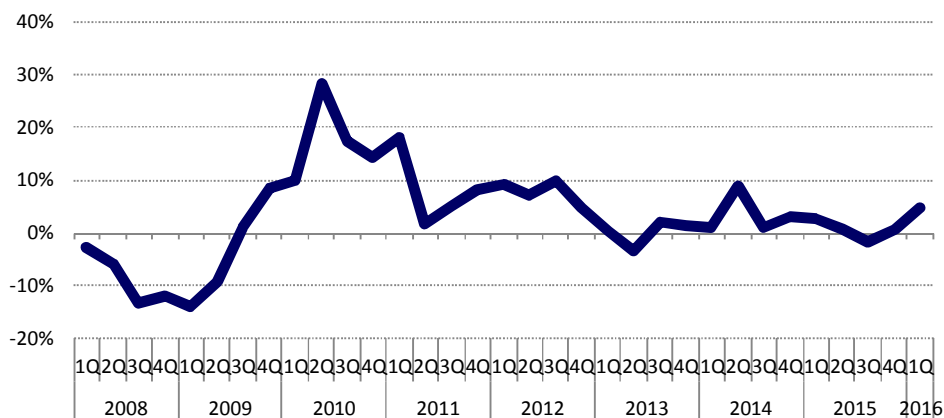
Área *retail*

Opera las tiendas por departamento de la cadena. A marzo de 2016 sumaba 42 puntos de venta activos (16 en Santiago y 26 en regiones), con una superficie total de ventas de 269.446 m². Comercial Eccsa S.A. es la filial encargada de realizar las compras para las tiendas del *holding*.

La Ilustración 1 presenta la variación real en el *same store sales* (SSS)⁶ en las tiendas por departamento de **Ripley Chile**. Se aprecia que hasta el tercer trimestre de 2015 este indicador presentó un comportamiento a la baja, dado el menor dinamismo de la demanda agregada en nuestro país; sin embargo, en los últimos dos trimestres el indicador ha evidenciado una recuperación paulatina.

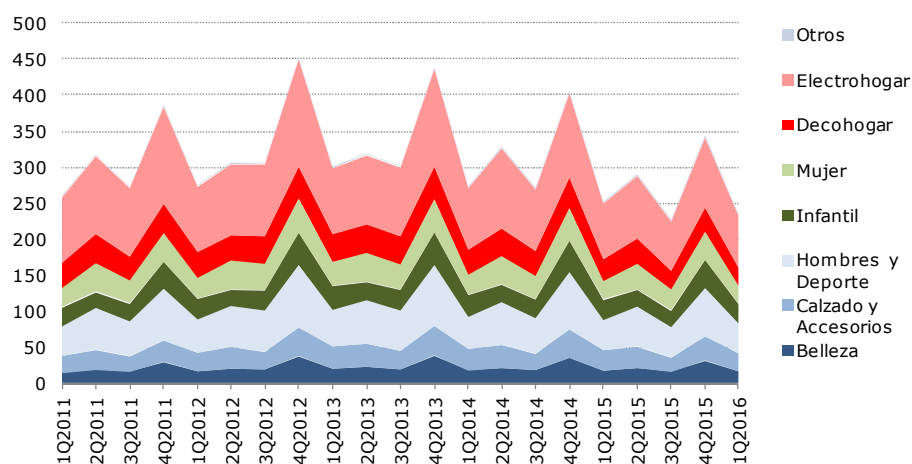
⁶ Indicador que mide la variación de las ventas considerando sólo las tiendas comparables, esto es, excluyendo tanto las que se han abierto como las que se han cerrado en el último año.

Ilustración 1
Same Store Sales (%)
2008-1Q 2016



En la Ilustración 2 se muestra la composición de las ventas de **Ripley Chile**. Se aprecia un patrón estacional, con un incremento de las ventas hacia el último trimestre de cada año. Se observa, además, la importancia de las ventas de electro-hogar dentro de las ventas totales.

Ilustración 2
Composición Ventas (MM US\$)
2011-1Q 2016



Área inmobiliaria

Se dedica a la construcción y desarrollo de centros comerciales. A continuación se presenta un resumen de los malls en los cuales posee participación **Ripley Chile**.

Mall	Superficie de ventas (m2)	Empresa propietaria	% propiedad de Ripley Chile	Apertura
Marina Arauco	58.000	Inmobiliaria Viña del Mar	50,0% ⁷	1999
Mall del Centro de Curicó	45.000	Inmobiliaria Viña del Mar	50,0% ⁸	2006
Mall Plaza Alameda	60.446	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2008
Mall Plaza Sur	80.000	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2008
Mall Plaza Mirador Bío Bío	44.000	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2012
Mall Concepción	26.000		100,0%	2012
Mall Las Américas	23.000	Nuevos Desarrollos S.A.	21,0%	2013
Mall Plaza Egaña	47.000	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2013
Mall Plaza Copiapó	46.000	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2014

En el rubro de los centros comerciales existen tres actores importantes. El líder del sector es Mall Plaza (que actualmente canaliza las nuevas inversiones a través de Nuevos Desarrollos S.A.), cuya propiedad pertenece en un 64,5% a Falabella S.A.C.I. y tiene 19 centros comerciales, siete de los cuales se ubican en la Región Metropolitana. El segundo actor es Cencosud, que cuenta con ocho centros comerciales a lo largo del país. El tercer participante es Parque Arauco, con ocho malls en Chile, seis de los cuales se encuentran en la Región Metropolitana. Otros actores son Walmart Inmobiliario (brazo inmobiliario de Walmart Chile, dueño de los supermercados Líder y Ekono) y el grupo Saieh, que en 2009 adquirió a Ripley los tres malls que poseía.

Cabe señalar que en la actualidad la participación de **Ripley Chile** se canaliza, preferentemente, como socio minoritario de Nuevos Desarrollos S.A., empresa filial de Mall Plaza.

Área financiera

Dentro de este segmento de negocios se encuentran diversas filiales, entre las que destacan:

Banco Ripley Chile

Banco Ripley comenzó sus operaciones en mayo de 2002, definiéndose como un banco orientado principalmente a las personas de ingresos medios, a la entrega de créditos de consumo y otros servicios financieros. Los productos que ofrece Banco Ripley a sus clientes son principalmente créditos de consumo y depósitos a plazo. El Banco Ripley, como se dijo anteriormente, tiene una participación mayoritaria en Car S.A., emisora de la Tarjeta Ripley.

⁷ Comparte la propiedad con Parque Arauco.

⁸ Comparte la propiedad con Parque Arauco.

Car S.A.

Está encargada de administrar la cartera de clientes que posee la tarjeta Ripley. Su principal activo está constituido por las cuentas por cobrar a los deudores (usuarios de la tarjeta), los cuales se financian con las captaciones de Banco Ripley.

Sociedad de Cobranzas Payback S.A.

Está encargada de llevar a cabo las gestiones de cobranza de los clientes de la tarjeta.

Ripley Chile ha puesto especial énfasis en el desarrollo del negocio financiero a través de la tarjeta Ripley como medio de pago atractivo para sus clientes. Con esta tarjeta los clientes pueden adquirir bienes en las tiendas Ripley, obtener avances en efectivo o comprar en los comercios asociados a la tarjeta. Actualmente cuenta con más de 10.000 comercios afiliados, lo que permite el uso de la tarjeta en más de 60.000 establecimientos y puntos de venta asociados. Además, el 2013 se comenzó a emitir la tarjeta Ripley Mastercard, que permite acceder a toda la red de Transbank y ser utilizada en el extranjero. El nuevo sistema tecnológico permite realizar operaciones de *revolving* de la deuda, operación no soportada por la Tarjeta Ripley. Con esto **Ripley Chile** busca incrementar la utilización de su tarjeta tanto dentro como fuera de sus tiendas.

Administración del negocio

Proveedores

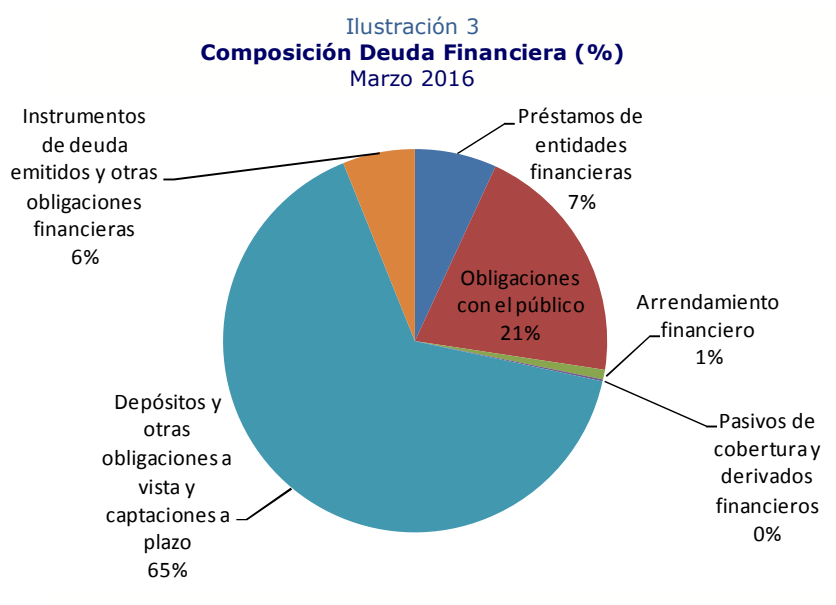
La empresa presenta una amplia gama de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los nacionales básicamente están representados por productores, representantes e importadores de artículos para el hogar.

Las compras en el extranjero, principalmente vestuario, provienen en un porcentaje elevado de Asia (China, Hong Kong e India). La estructura de abastecimiento no difiere significativamente de los estándares de la industria local.

De acuerdo al estado de flujo de efectivo de 2015, en el ejercicio los pagos a proveedores por suministros de bienes y servicios alcanzaron los US\$ 1.610 millones, representando el 83,3% de los cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios (este guarismo alcanzó un 77,1% en el año anterior).

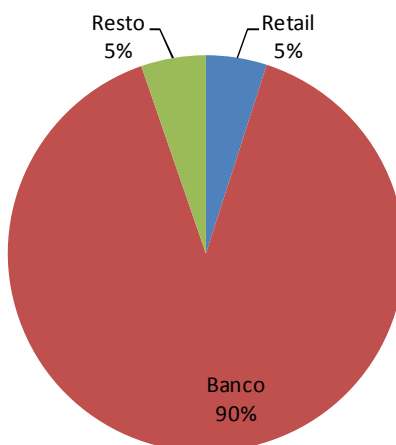
Fuentes de financiamiento

Las principales fuentes de financiamiento de la empresa, además de su patrimonio, provienen del mercado de capitales y del sistema bancario. A marzo de 2016, la deuda financiera es de \$ 650 mil millones, de los cuales un 65% corresponde a deuda por depósitos y obligaciones a la vista y captaciones a plazo, un 21% a obligaciones con el público, un 7% a préstamos de entidades financieras, un 6% a instrumentos de deuda emitidos y otras obligaciones financieras y 1% a operaciones de *leasing* (ver Ilustración 3).



La Ilustración 4 muestra la desagregación de la deuda financiera, de acuerdo al segmento de operación en que se encuentra asignada. Se aprecia que el banco concentra aproximadamente un 90% de los compromisos financieros de la compañía.

Ilustración 4
Desagregación Deuda Financiera (%)
Marzo 2016



Políticas de emisión de tarjetas y provisiones

La política de apertura de tarjetas de crédito incorpora como factores de evaluación la acreditación de renta, verificación de buen comportamiento externo (sin problemas en el boletín comercial), verificación de domicilio, teléfono de red fija y edad entre 25 y 75 años.

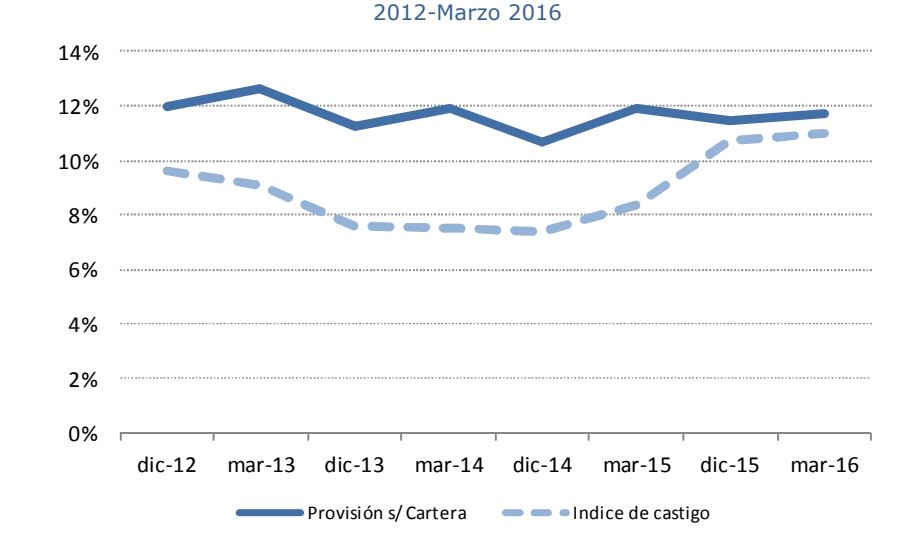
Por otro lado, para calcular las provisiones se aplica un modelo estadístico, el cual se basa en el comportamiento del cliente y las exposiciones crediticias asociadas al perfil de éste y al tipo de producto financiero.

La suficiencia de la provisión por deterioro de la cartera, es monitoreada trimestralmente con el objeto de corroborar la cobertura sobre la cartera. Adicionalmente una empresa externa, experta e independiente⁹, efectúa una revisión de la ejecución, capacidad de predicción y suficiencia de la provisión sobre la cartera de colocaciones.

La cartera bruta de colocaciones de la Tarjeta Ripley se sitúa en torno a los \$ 475 mil millones en marzo de 2016. La Ilustración 5 muestra que tanto las provisiones pero en especial los castigos muestran un incremento el 2015. De acuerdo a lo señalado por la emisora, esto se debería a errores en la implementación de la apertura de la tarjeta, para lo cual se habrían tomado las medidas correctivas respectivas.

⁹ CL Group.

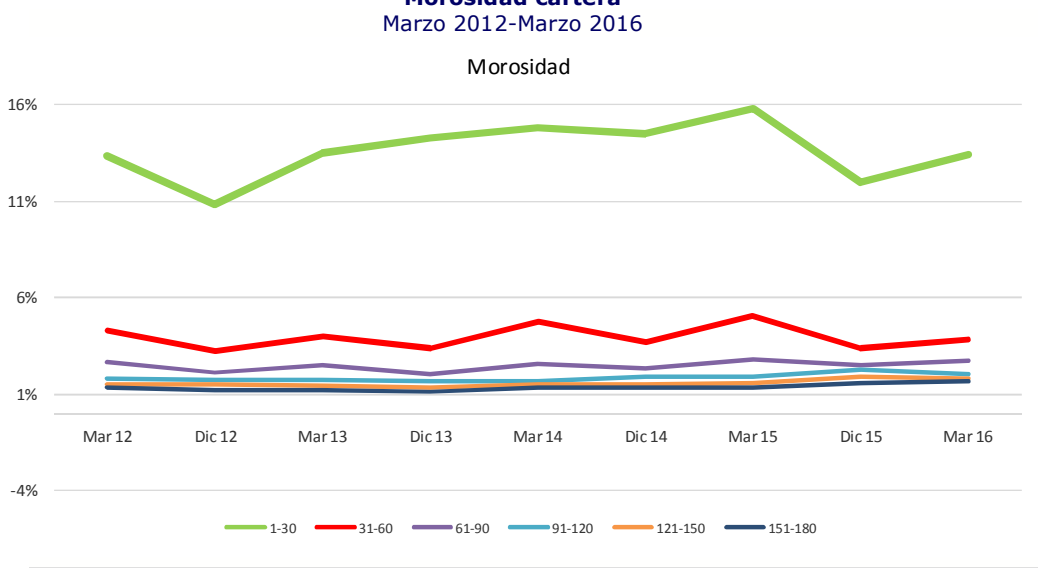
Ilustración 5
Provisiones sobre Cartera e Índice de Castigo (%)
2012-Marzo 2016



Morosidad

La Ilustración 6 muestra la morosidad de la cartera bruta. Se aprecia que la cartera al día se mantiene por sobre el 74% de la cartera, en tanto que la morosidad entre 1 y 30 días y 31 y 60 días presentó un incremento el primer trimestre de 2015, debido a errores en la apertura de la tarjeta de crédito Ripley Mastercard, situaciones ya corregidas.

Ilustración 6
Morosidad cartera
Marzo 2012-Marzo 2016



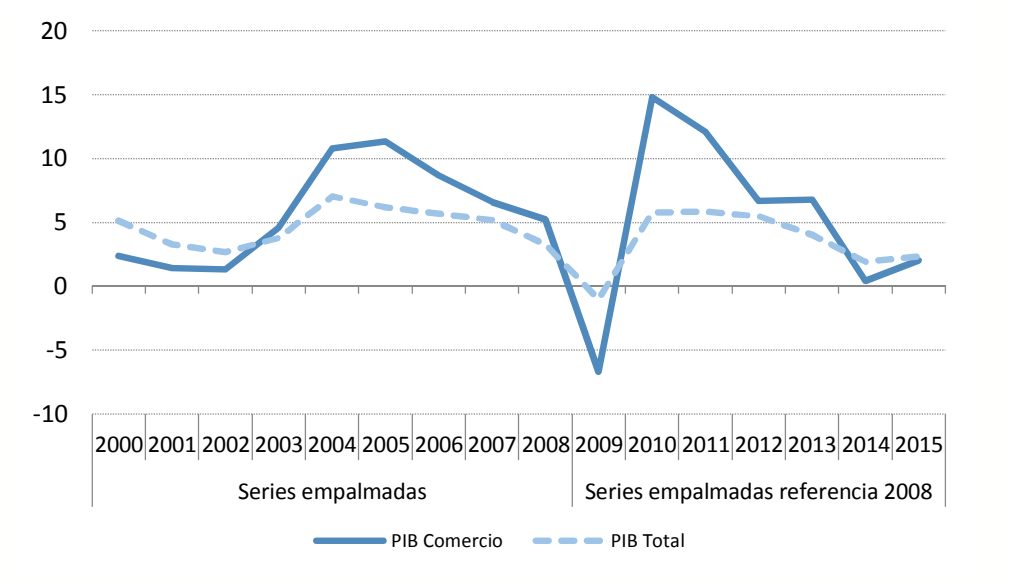
Antecedentes del sector

Ripley Chile participa en el rubro comercial con apoyo crediticio a sus clientes y en el sector inmobiliario, compitiendo en el ámbito local con empresas de diversa envergadura, algunas de las cuales, al igual que el emisor, cuentan con presencia internacional (Falabella, Cencosud, Parque Arauco).

En términos generales, la industria en Chile exhibe una concentración moderada-alta, donde los principales actores del mercado corresponden a grupos de capitales nacionales con presencia en diversos formatos del comercio (supermercados, grandes tiendas, mejoramiento del hogar, centros comerciales, tarjetas de crédito).

En términos de crecimiento, un índice adecuado para observar el desarrollo de la industria en Chile es el Producto Interno Bruto (PIB) ligado al comercio. En la Ilustración 7 se presentan las tasas de variación porcentual anual del comercio y del PIB total del país.

Ilustración 7
PIB Total y PIB Comercio
(Variación porcentual anual)
2000-2015

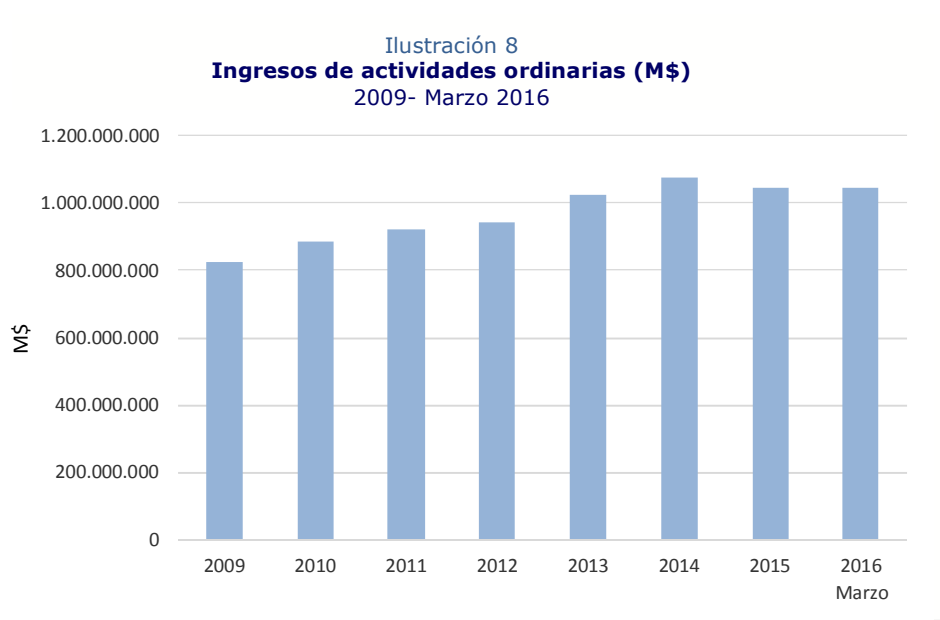


Se aprecia que el PIB del comercio es elástico respecto al PIB total, expandiéndose más que este último en períodos de crecimiento y contrayéndose en mayor medida que la economía total en períodos de recesión.

Análisis financiero¹⁰

Ingresos y EBITDA

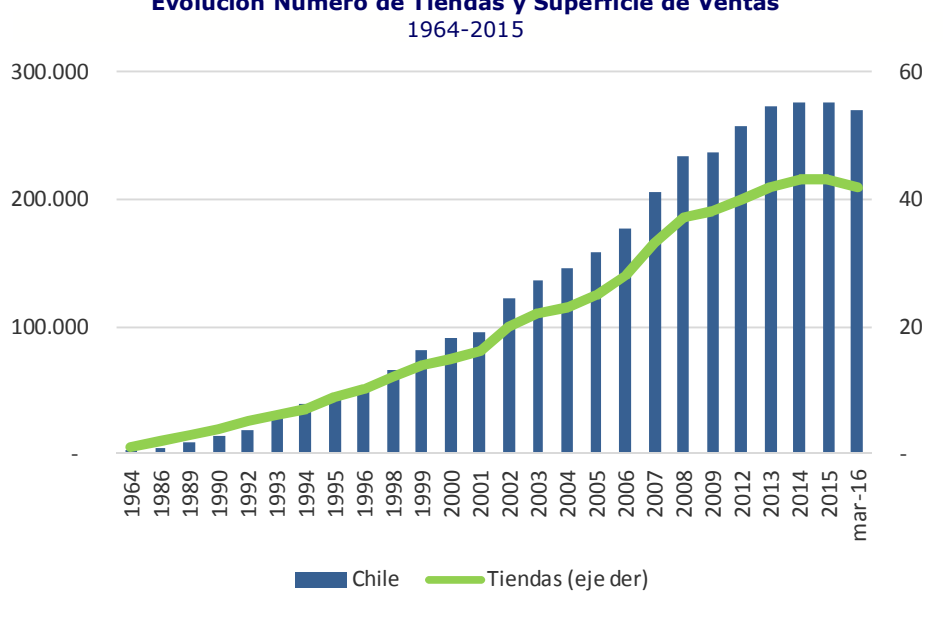
La evolución de los ingresos de explotación de **Ripley Chile** ha ido aparejada del número de locales y de la superficie de ventas de la empresa. Una vez superada la crisis económica de 2010, los ingresos crecieron a una tasa promedio anual de 5,4% entre 2010 y 2014. Los últimos dos años (2015 y lo que va de 2016) evidencian los efectos de la desaceleración económica, mostrando una disminución de los ingresos.



El número total de tiendas de **Ripley Chile** alcanza a 42 a marzo de 2016, luego de una pausa en el período 2008-2010, para hacer frente a la crisis *subprime*, como se aprecia en la Ilustración 9 **Ilustración** .

¹⁰ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a marzo de 2016.

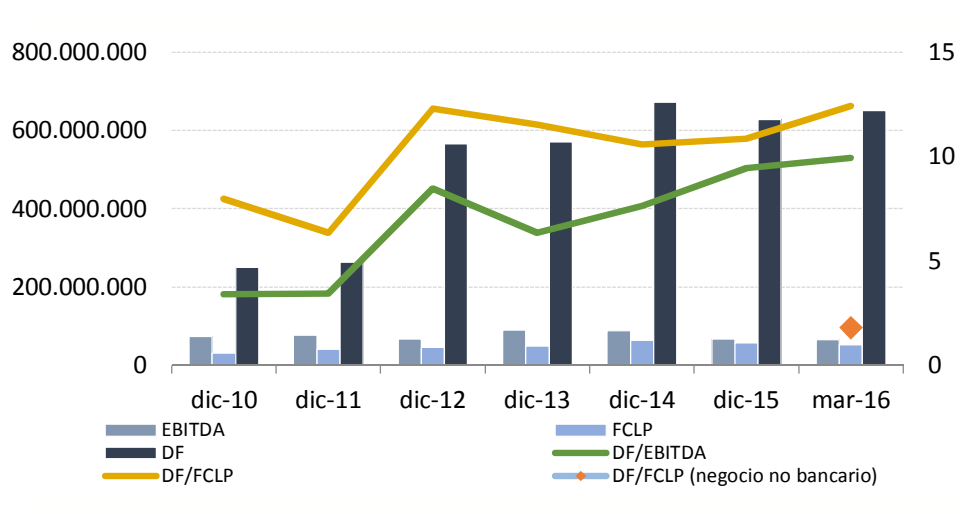
Ilustración 9
Evolución Número de Tiendas y Superficie de Ventas
1964-2015



Endeudamiento

La Ilustración 10 muestra la deuda financiera (DF) de la compañía, así como el EBITDA y el FCLP. Se aprecia que el indicador DF/FCLP se incrementó a valores superiores a 12 veces el 2012, reduciéndose a niveles de 10,6 veces el 2014, volviendo a incrementarse a 12,4 veces a marzo de 2016. Con todo, se debe considerar que si se deduce la deuda del segmento bancario, la cual está cubierta con las colocaciones y no se paga, necesariamente, con el flujo de caja operacional, el indicador DF/FCLP del negocio no bancario se reduce a niveles cercanos a las 2,0 veces a marzo de 2016.

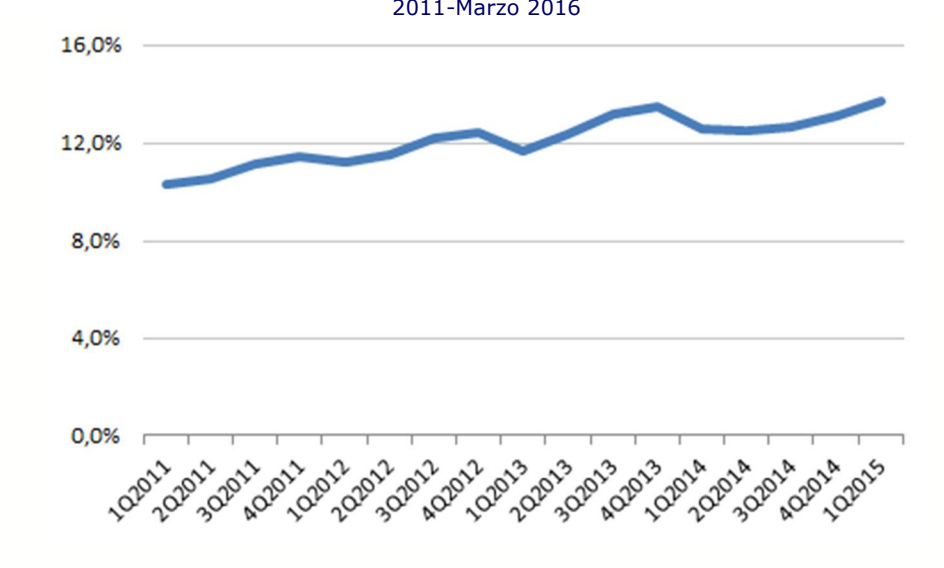
Ilustración 10
Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo
2010-Marzo 2016



Tasa de pago¹¹

La Ilustración 11 muestra la tasa de pago que exhibe la operación de las Tarjetas Ripley Chile para el período 2011 - primer trimestre 2016. Se aprecia una tendencia creciente, situándose en el último registro en un nivel de 13,7%.

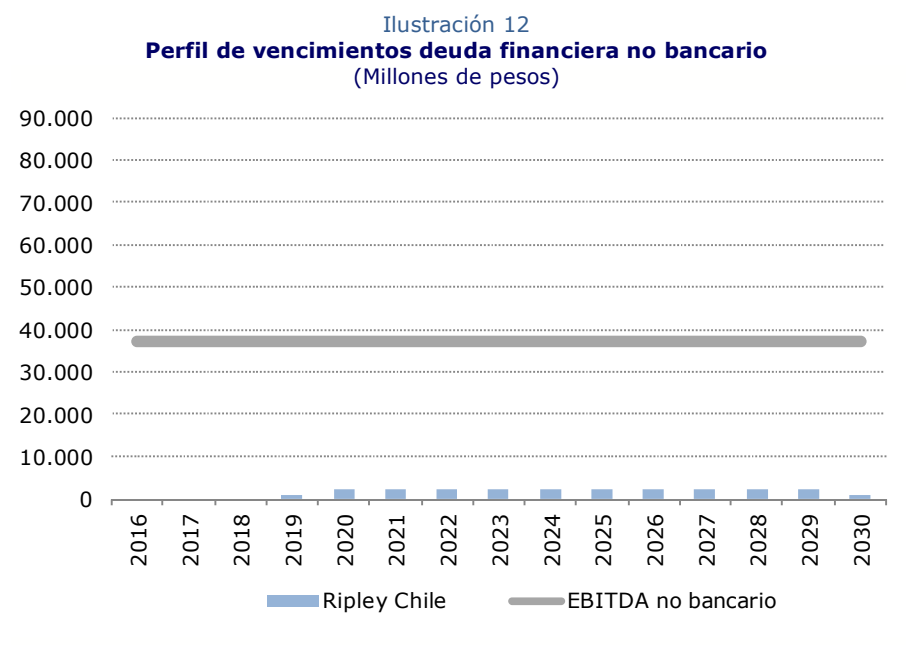
Ilustración 11
Tasa de Pago Tarjetas Ripley Chile
2011-Marzo 2016



¹¹ Tasa de pago = Flujo de cobranza / Cartera bruta del período.

Perfil de vencimientos

La Ilustración 12 muestra el perfil de vencimientos del segmento no financiero de **Ripley Chile**, contrastado con la generación de EBITDA del mismo segmento. Se aprecia que la compañía exhibe una importante holgura en sus vencimientos en todo el período considerado.

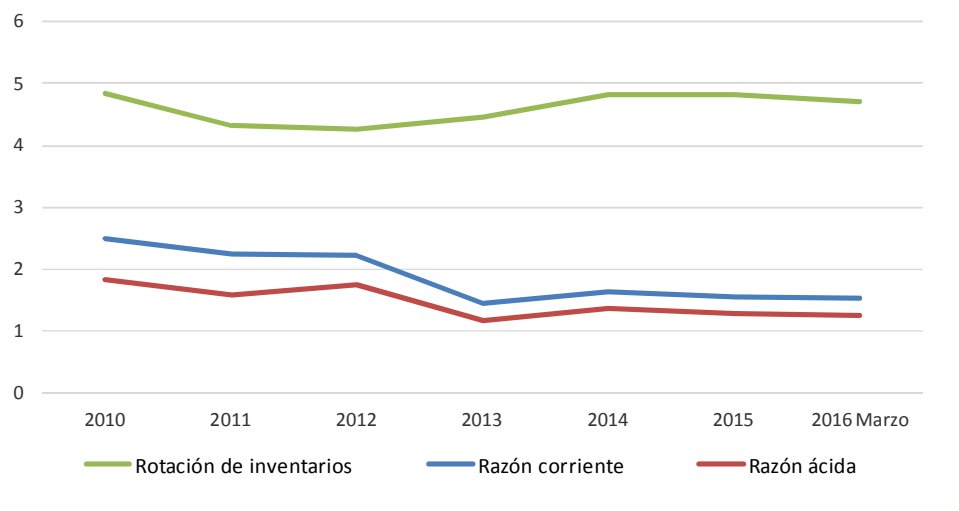


Liquidez¹²

Como puede apreciarse en la Ilustración 13, la rotación de inventarios se ha incrementado paulatinamente hasta valores de 4,8; mientras que las razones corriente y ácida han mostrado una tendencia decreciente, pero aún en niveles superiores a 1 vez.

¹²Rotación de inventarios = (costo de ventas – depreciación y amortización) / inventarios promedio;
Razón corriente = activos corrientes / pasivos corrientes;
Razón ácida = (activos corrientes – existencias - gastos pagados por anticipado) / pasivos corrientes.

Ilustración 2
Indicadores de liquidez
2010-Marzo 2016

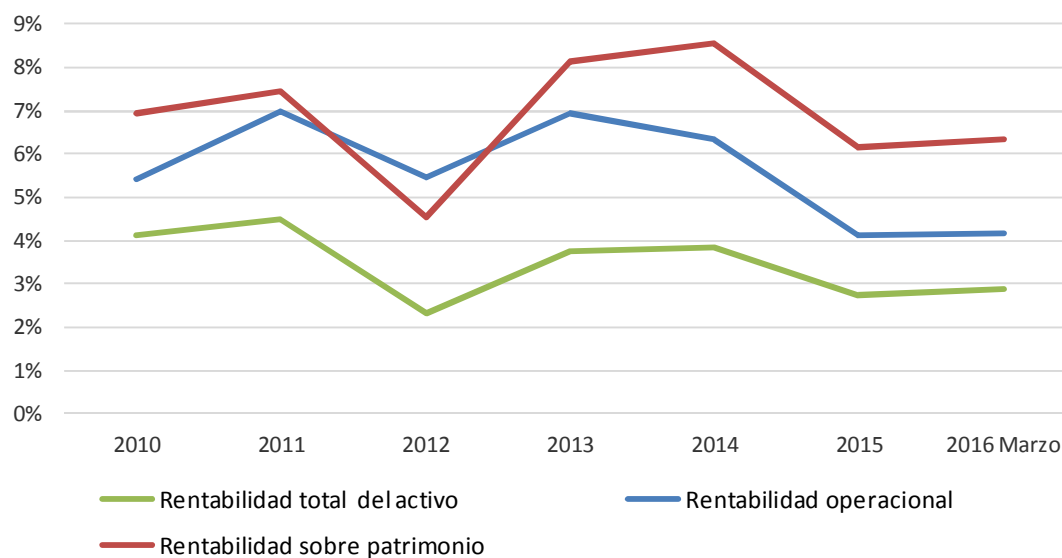


Rentabilidad¹³

Luego de la contracción de la actividad del comercio en 2009, los diversos índices de rentabilidad, del activo y del patrimonio, han mostrado un comportamiento volátil, como muestra la Ilustración 14.

¹³ Rentabilidad total del activo = utilidad del ejercicio / activos totales promedio (descontados aquellos en ejecución o construcción);
Rentabilidad operacional = resultado operacional sobre activos totales promedio;
Rentabilidad sobre patrimonio = utilidad del ejercicio / patrimonio promedio.

Ilustración 3
Indicadores de rentabilidad (%)
2010-Marzo 2016



Características de las emisiones vigentes

Línea de bonos	
Nº y fecha de inscripción	Nº 543 del 7 de agosto de 2008
Monto máximo	UF 3.500.000
Plazo vencimiento	30 años
Fecha de vencimiento	7 agosto 2038
Tercera emisión (Serie E)	Monto colocado: UF 1.000.000 Tasa de carátula: 5,00% anual Vencimiento: 10 junio 2030

Covenants línea de bonos		
	Límite	31/03/2016
Porcentaje de los ingresos provenientes de las áreas de negocios de venta al detalle y/o administración de centros comerciales y/o evaluación, otorgamiento y administración de créditos	A lo menos 75%	100%
Pasivo exigible (excluyendo los pasivos de Banco Ripley)/ Patrimonio	No superior a 1,5 veces	0,29
Patrimonio mínimo	M\$ 188.485.920	M\$ 688.699.680

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."